

# 我国创业板发行审核制度的思考

■ 彭 蕾

内容提要：本文在回顾创业板市场发展历程的基础上，比较研究了审核制与注册制两种证券发行审核制度，以及海外创业板发行审核制度和中国创业板市场发行审核制度。根据中国证券市场的成熟程度、监管经验的不断丰富，以及国际化和市场化的要求，提出中国创业板应采用注册制的主张。

关键词：证券市场管理 创业板 公开发行上市 核准制 注册制

中图分类号：F830.91 文献标识码：A 文章编号：1006-1770(2008)08-050-04

## 一、创业板市场概述

### （一）全球创业板市场发展概况

创业板市场是指上市标准低于传统证券交易所主板市场，主要为处于初创期、规模小，但运作良好的、具有高成长性的新兴高科技企业融通资金的场所。创业板市场又称为二板市场。

创业板市场的内涵具有广义和狭义之分。广义上，创业板市场属于与针对大型成熟公司的主板市场相对应、面向中小公司的资本市场；狭义上，仅指针对中小型公司和新兴企业、协助高增值成长公司及科技公司集资的资本市场。狭义的创业板市场有如下特征：一是前瞻性。对公司历史业绩要求不严，融资的决定性因素是公司发展前景和成长空间、战略计划与主题概念，市场认同的也是公司独特性与高成长性。二是上市标准低，上市规模与盈利条件要求较低。三是高风险市场，公司规模小，业务初创或属新兴行业，面临较大风险。四是市场主要针对寻求高回报、愿意承担高风险、熟悉投资技巧的机构和个人投资者。

20 世纪 60 年代以来，美国、日本开始对场外市场进行规范，这是创业板市场发展的雏形。1971 年，纳斯达克市场以电子化交易为背景，将各柜台市场联为一体，成立了第一个二板市场，全球二板市场从此起步。经过 30 多年的发展，二板市场已经初具规模，遍及北美、亚洲、欧洲、非洲以及大洋州，并在全球证券市场中占有重要的地位。根据世界交易所联合会 2004 年研究报告及统计数据，在 54 个会员中，共有 33 个交易

所建立二板市场。截止到 2004 年底，全球主要二板市场 38 家，其中美洲 4 家、欧洲以及中东地区 19 家、非洲 1 家、亚太地区 14 家。

创业板市场的发展可以分成四个阶段：(1)1971 年到 20 世纪中后期的起步发展阶段；(2)20 世纪中后期到 2000 年的蓬勃发展和繁荣阶段；(3)2001 年开始近 3 年的下挫调整阶段；(4)2003 年后后期开始的继续发展阶段。

### （二）中国创业板发展历程

1998 年以来，中国一直在探讨创业板市场的有关问题。2000 年，国务院原则同意证监会关于设立二板市场的意见，将二板市场定名为创业板市场。中国掀起创业板理论研究的高潮，其重点在于中国是否有必要开设创业板及创业板的具体制度设计。其中，介绍国外创业板市场的制度设计经验占据主要地位，市场定位、发行审核制度、市场准入制度、无形资产出资制度、保荐人制度、股票流通制度、信息披露制度、做市商制度、退市制度等都被广泛讨论。2001 年，朱镕基总理表示，主板市场整顿好后才推出创业板市场，中国推出创业板的计划中止。以纳斯达克为代表的国外创业板市场也经历了全球网络股泡沫破灭所致的深幅调整，相关理论研究的重点随之转变到了如何认识国际创业板市场调整，中国有无条件开设创业板、如何开设等问题。2004 年，证监会同意在深圳证券交易所设立中小企业板块。该板块作为中国创业板市场的雏形表明，中国设立创业板市场已成定局，但中国创业板市场的制度设计和操作仍有探讨的必要。2007 年 8 月 22 日，国务院批准《创业板发行上市管

理办法》(草案)。2008年3月21日中国证券监督管理委员会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法(征求意见稿)》,向社会公开征求意见。

### (三) 中国推出创业板的重大意义

中国设立创业板市场,是中国经济稳定健康发展的必然结果和客观需要。一方面,中国已涌现出大批成长型中小企业和高新技术企业,它们生机勃勃,是中国经济20多年持续发展的结果,为中国创业板的建设打下了坚实的基础;另一方面,这些企业又是中国经济今后持续发展的支柱性力量和新的增长点,创业板将以其独特优势,将有利于它们融资,并完善其公司治理、实现规范发展,成为推动科技与资本结合、实现科学技术向现实生产力转变的重要途径。

证监会也表示,创业板市场的推出,有助于缓解中小企业,尤其是中小高科技企业融资难的问题,有利于完善创业资本退出机制、促进创业投资的发展和企业创新机制的形成。它的建立,对创新型国家的构建、经济结构的调整、资本市场功能的完善和促进主板市场健康稳定的发展也都具有积极而深远的影响。

## 二、创业板发行上市审核机制类型分析

证券市场包括发行市场和交易市场两部分。发行是有价证券入市交易的第一步,上市则是连接发行市场和流通市场的纽带。发行并上市是证券市场不断发展壮大的前提和条件,因此发行上市制度是证券市场最重要的、基本的制度。中国创业板市场也不例外,创业板市场作为证券市场适应新环境和形势的创新,加强发行上市制度建设尤其重要。

不同的国家证券发行审核机构、审核的形式和内容都有所不同。发行上市审核制度主要有注册制、核准制和审批制三种基本类型。海外市场绝大多数采用市场化程度高的注册制,中国目前的主板市场采用的核准制。从2008年3月21日中国证券监督管理委员会发布的《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法(征求意见稿)》中的规定可以看出,我国创业板市场发行上市审核制度将仍然采用核准制。

### (一) 注册制

注册制又称申报制或登记制,是指发行人在公开发行证券之前,按照法律的规定向证券发行主管机关报送与发行有关的文件,在一定期限内,主管机关未提出异议的,其证券发行注册即发生法律效力的一种证券发行审核制度,也即政府对证券发行

事先不作实质条件限制、采用注册登记的制度。

在注册制下,主管机关的审核强调公开原则和形式审查原则,要求发行人在申请注册时,依照法律、行政法规的规定,全面、真实、准确地提交与发行有关的一切资料,并对资料真实性、可靠性承担法律责任;投资者自行决策、承担风险;市场监管方的职责在于保证信息公开和禁止信息滥用。

注册制具有两方面的特点:一是信息披露完备。信息披露对注册制特别重要。在注册制下,证券发行仅受信息公开制度约束,只要发行人完整、真实、准确、及时地提供发行信息,就应准予注册。内容包括发行说明书、详尽的公司财务资料与涉及拟发证券和发行各方的各种证明文件或原始凭证等。管理机构只就发行人资料真实性、准确性、全面性和及时性进行审查,不对证券数量、质量、发行人经营管理水平等进行审核,也不对证券投资价值作任何判断。发行人在法定时间内未被发现违反要求,就应准予注册;只有被发现信息不实或存在误导等情况下,才会被重新调查或否决。因此,注册制是以信息披露制度为核心的。二是具有事后监管的职能。监管包括事后监管与事前监管。事前监管的实质即审核制,注重公司上市前的审查和监管,重点审查发起人的资质条件;而事后监管则是注册制的重要特征,企业只要符合条件就可发行上市,但上市后的运作将被重点监控。

注册制的优点是(1)手续简单,方便快捷,可以简化审核程序,减轻主管机关的负担;(2)有利于具有发展潜力和风险性的企业通过证券市场募得资金,获取发展机会;(3)提高投资人的投资判断力,减少对政府的依赖性。但是发行人可能因此做出不利投资者的行为。因此,它较适于市场化程度高、市场历史长且已形成一套市场化监管体系、投资者成熟的国家。

美国纳斯达克市场是实行注册制最具代表性的创业板市场。美国《1933年证券法》规定,拟上市证券,须向SEC注册登记;发行人须公开有关证券的财务信息和其他重大事项,禁止欺诈、错误代理和证券销售中的其他欺诈行为;注册的唯一标准是公司及其拟发证券有关事项的充分和准确披露。在数量方面,凡拟在纳斯达克上市,或在场外交易市场上市、但公司资产逾100万美元、股东逾500人者,均须注册。为支持小企业,美国国会制定的“小证券豁免”特别条款规定,以下证券可免于注册:私下向有限人群和机构发售,且购买后不出售;发行数量不达注册要求的规模;在州内组建和经营公司,发行限于本州;州和地方政府发行的市政证券。1982年特别颁布的《D条例》,则不仅降低了对公司募股的要求,且规定小企业私募发行可豁免

登记注册。

英国也是典型的实行注册制的国家。LSE 既是证券交易场所，又是实质管理机构，兼具交易所和监管职能。其严格的注册制度和公开说明书制度，向称行业典范，为许多自律型市场效仿，诸如 EASDAQ、欧洲各国新市场、日本 JASDAQ、SESDAQ 和香港 GEM。

## （二）核准制

核准制是指发行人发行证券必须获得证券监督管理机构或者证券交易所的核准。核准制与重视市场行为主体性的注册制相比，其更为重视维护公共利益和社会安全，体现了国家干预的特征。

核准制的基本原则是“各司其职、各负其责、各尽其能、各担风险”。核准制的特点是，证券主管部门对证券发行既要进行形式审查，也进行实质审查。发行人在发行股票时，只要符合证券法和公司法的要求即可申请上市，但要充分公开企业的真实状况，证券主管机关有权否决不符合条件的证券发行申请。主承销商具有培育、推荐拟上市公司的权利，是权利责任主体和严把上市公司质量关的第一道防线；行政主管部门的实质性审查转向合规性审查，同时对上市公司实行强制信息披露制度，和交易所一线监管，而将投资价值的判断交给投资者。

核准制的优点在于（1）对拟发行的证券进行形式上和实质上的双重审查，获准发行的证券投资价值有一定的保障；（2）有利于防止不良证券进入市场，损害投资者合法权益。但是如果完全依赖实质管理，只采用核准制，也具有明显的局限性：（1）证券主管机关对证券发行实质审核，容易造成投资人的依赖心理，不利于培育成熟的投资者，一旦出现风险，投资者往往将风险直接归于证券主管机关和政府。（2）不利于发展风险事业，具有潜力和风险性的企业可能因一时不具备较高的发行条件而被排斥在外，导致其无法从证券市场筹集到资金，影响企业经营和发展。（3）主管机关负荷过重，尤其是在证券发行种类和数量增多的情况下难以保证审核质量。（4）证券发行法定条件的科学性和合理性值得怀疑。（5）不能配合发行公司资金需求的时效。

采用发行核准制的国家和地区主要是一些欧陆国家，如法国、瑞士等，还有东南亚的菲律宾等新兴证券市场由于市场还不成熟，证券立法的信息公开制度还不完善、投资者的投资知识比较欠缺、风险意识差等原因，政府也多采用这一审核制度。在创业板市场中，发行审批制度的主流是注册制，仅有台湾柜台买卖中心采用较严格的核准制。

## 三、我国创业板市场发行审核制度选择

2008 年 3 月 21 日中国证券监督管理委员会发布的《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（征求意见稿）》第三十四条“中国证监会依法对发行人的发行申请作出予以核准或者不予核准的决定，并出具相关文件。……”的相关规定可以看出，我国创业板市场的发行机制将仍然沿用主板市场的发行审核制度，采用核准制。

大多数人都赞同我国创业板市场应该采用核准制。有人认为，我国目前正处于向市场经济体制过渡阶段，各种配套机制尚未建立起来，股民的风险意识极为淡薄。现阶段就将对上市公司的选择权完全交给市场，由并不具备相关专业知识的公众投资者进行判断，只会徒增风险甚至会诱发社会动荡。因此采用核准制是明智的。但是二板所实施的核准制并不完全同于主板。由专家组成的审核委员会采用投票行使表决和避免行政因素的干扰并综合多方面专业意见，较为公正合理。这与单纯的行政机关单独审批相比，核准制向民主制、市场化监管方面迈出了实质性的一步。

还有人认为，我国在创业板市场设立初期不适合实行注册制。我国的市场经济水平尚处于初级阶段，有关投资与监管的法律制度不够完善，投资服务机构的道德水准、业务水平不高，市场诚信水平较低，投资者对信息判断的能力和承受能力有限，不可能完全依赖申请人的自律，不可能完全自担投资风险，政府主管部门必须承担起市场准入的审查职责。所以，我国创业板的市场准入制度应当实行核准制，即不仅要求发行证券的申请人公开全部可供投资人判断的资料，还要求其符合证券发行的实质性条件。证券主管部门有权依照公司法、证券法的规定，对发行人提出的申请以及有关材料进行实质性审查。发行人得到批准以后，才可以发行证券。实行核准制有利于我国未来的新兴创业板市场的健康发展，有利于保护投资者的利益，防止或降低诚信风险。

此外，有人认为注册制会产生风险。由于绝大多数创业板市场实行注册制，这又使该市场的投资安全潜伏着风险。注册制对发行人不做实质性审查，只要求发行人将与发行相关的一切信息制成法律文件并公诸于众，并对该信息的真实、准确、完整、及时承担法律责任。这样就难免会有一些素质不高的企业钻空子进入创业板市场，而这些企业可能成为今后导致创业板市场混乱的害群之马。

然而,笔者却认为,我国创业板市场的发行审核机制应当采用注册制为宜。

如前所述,海外创业板市场多实行注册制。注册制具有三个特点:第一,证券法不规定证券发行人的财务与素质,证券监管部门无权对证券发行行为及证券本身作出价值判断。第二,发行申请人必须提供与发行人及发行相关的一切信息,并对该信息的真实性、准确性、完整性、及时性承担法律责任。监管部门仅负有对证券发行申请人信息披露义务的履行情况进行审查义务。在注册生效等待期内,监管部门未提出异议,证券发行注册生效。第三,投资者主要根据公开信息作出投资判断,投资者的风险自负。

注册制的理论基础是自由主义经济学说。发行注册制的基础是高度发达的自治自律的市场经济,实行买者自负责任的投资理念。只要信息准确、真实、完整、及时、公开,市场机制与法律制度健全,证券市场本身会自动做出择优选择。管理者的职责是保证信息公开与禁止信息滥用。证券发行注册制创造了高度透明的证券市场,同时程序简便,节约时间与金钱,提高效率。注册制的采用,一方面有赖于市场和投资者的成熟,另一方面,则有赖于信息披露制度的进一步完善,以及监管思路向事后监管转变。

笔者认为,我国创业板市场采用注册制的时机已经较为成熟。首先,近年来,中国证监会着力加强市场基础性制度建设,实施了一系列综合改革措施,积极稳妥地推进对外开放政策,中国资本市场发生了转折性变化。其次,证券经营机构整体竞争力明显增强,投资者结构不断完善。目前,证券投资基金、保险资金、社保年金、QFII等机构投资者持有流通市值的比例接近50%,机构投资者在市场中的作用明显增强。再次,创业板的监管理念本就应该应该是“信息披露”和“买者自负”,因此,相关的制度设计应重点围绕这两个原则。证监会的监管手段已经日趋成熟,积累了较为丰富的监管经验。最后,为了顺应国际化和市场化的要求,我国证券发行上市审核制度需要逐渐由核准制向注册制过渡。

针对有的人对我国采取注册制会否加大个人投资者的投资风险,不利于保护投资者的担心,笔者认为,二板市场的投资者定位应该面向机构投资者以及充分了解市场的成熟散户投资者。如果,在创业板相关规则中一方面限制投资者的资格,一方面设置最低保证金或每笔最低交易金额,从而使投资者投资于二板市场的成本上升,减少一般散户投资者参与二板市场的兴趣,与此同时,政府和证监会加强对投资者的风险警示教育;另一

方面,对于创业企业更重要的是实质性审查和对未来成长能力的判断,可是,对未来成长能力和风险的判断是否仅靠几个专家就能办到,笔者对此持怀疑态度。笔者认为还是应该交给市场和投资者去判断。证监会应该把工作重心放在加大信息披露、内幕交易、市场操纵等监管力度上面,以及特别强调发行人和保荐人的责任和对投资者进行风险教育方面,而不是扩大发审委的编制来加强对创业板上市条件的审核工作,这样反而增加政府成本,造成政府一手包办,集中监管过头,投资者依赖政府的现象。我国现在机构投资者日趋成熟,把市场判断权交给投资者。政府重点完善证券刑事、民事责任的追究机制来保护投资者才是当务之急。因此,我认为,采取注册制会更配合二板市场的“信息披露”和“买者自负”的监管理念。当然,在采取注册制的同时,实行强制性信息披露约束及严厉的事后监管约束也是必不可少的。

#### 参考文献:

1. 符启林. 证券法学[M], 北京: 中国金融出版社, 2003.
2. 张景安. 风险投资与二板市场[M], 北京: 中国金融出版社, 2000.
3. 徐晓曼, 夏灵根. 全球二板市场发展状况研究[J], 山东大学学报, 2007, (2), 103.
4. 张蕾. 论创业板市场风险控制法律制度的创新与借鉴[J], 北京工业大学学报, 2008, (1), 62-63.
5. 冯果, 罗小洋. 二板市场风险防范的若干法律思考[J], 法学评论, 2001, (2).
6. 商文, 苗燕. 证监会: 机构投资者持有流通市值比例近半[N]. 上海证券报, 2008-5-16.

#### 作者简介:

彭 蕾 厦门大学法学院国际法专业